Tweede Kamer der Staten-Generaal

2

Vergaderjaar 2014–2015

Aanhangsel van de Handelingen

Vragen gesteld door de leden der Kamer, met de daarop door de regering gegeven antwoorden

3297

Vragen van de leden **Nijboer** en **Vermeij** (beiden PvdA) aan de Minister van Financiën en de Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid over *het artikel «Pension Funds Can Only Guess at Private Equity's Cost»* (ingezonden 17 juni 2015).

Antwoord van Minister **Dijsselbloem** (Financiën), mede namens de Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (ontvangen 2 september 2015). Zie ook Aanhangsel Handelingen, vergaderjaar 2014–2015, nr. 2828

Vraag 1 en 6
Bent u bekend met het artikel «Pension Funds Can Only Guess at Private Equity's Cost»?[1]
Bent u bekend met het artikel «Ruim helft beleggingskosten zorgfonds PFZW naar private equity»?[2]

Antwoord 1 en 6
Ja, wij zijn bekend met beide artikelen.

Vraag 4
Het artikel stelt dat private equityfondsen ongeveer 1 à 2% van de inleg alsmede 20% van de winst inhouden als kosten; kunt u deze kostenstructuur bevestigen als gangbaar? Deelt u de mening dat dit bizarre percentages zijn? In hoeverre kan gesproken worden van kosten als er de facto sprake is van een winstdeling? Deelt u de mening dat een dergelijke tariefstructuur niets te maken kan hebben met daadwerkelijk gemaakte kosten?

Antwoord 4
Wat betreft kosten verbonden aan investeringen in private equityfondsen, blijkt uit de literatuur dat de in het artikel van de New York Times genoemde percentages van 1 à 2% beheervergoeding en 20% winstinhouding internatio-

[1] http://www.nytimes.com/2015/05/03/business/pension-funds-can-only-guess-at-private-equitys-cost.html?_r=0
[2] http://fd.nl/ondernemen/1103968/ruim-helft-beleggingskosten-zorgfonds-pfzw-naar-private-equity

ah-tk-20142015-3297
ISSN 0921 - 7398
's-Gravenhage 2015

naal gangbaar zijn.[3] Dit is bevestigd door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen. De exacte percentages kunnen per investering in een private equityfonds verschillen, omdat de beheervergoeding en de winstdelingsvergoeding de uitkomst zijn van onderhandelingen tussen de fondsmanagers en de beleggers.
De 1 à 2% beheervergoeding betreft een vergoeding van de algemene operationele kosten van de fondsbeheerder (zoals bijvoorbeeld salarissen en kantoor) met een marge die daarop door beheerders in rekening kan worden gebracht en die van geval tot geval zal verschillen.[4] De 20% gaat om een verdeling van winst tussen beleggers en fondsbeheerders, waarbij fondsbeheerders in de regel door beleggers contractueel worden verplicht om ook zelf in het fonds te investeren. Daarbij is het gebruikelijk om verschillende voorwaarden te verbinden aan de uitkering van het rendement aan de beheerder. Een voorbeeld van een voorwaarde is dat de beheerder voor de beleggers een van te voren vastgesteld gerealiseerd cumulatief netto rendement heeft behaald (vaak 8% per jaar over het totaal van de inleg van de beleggers en alle aan de beleggers in rekening gebrachte kosten en beheersvergoedingen). Als het afgesproken netto rendement voor de pensioenfondsen niet wordt behaald, heeft de fondsmanager geen aanspraak op winstdeling. Als het afgesproken basisrendement wel wordt behaald, is er wel sprake van winstinhouding. Deze zogenoemde «overwinst» wordt vervolgens op een dusdanige manier verdeeld om uit te komen op een verhouding 80% voor beleggers en 20% voor de beheerder. Het is aan pensioenfondsen om passende voorwaarden voor de beheervergoeding overeen te komen.

Vraag 5
Het artikel stelt dat naast bovengenoemde kosten allerlei verborgen kosten in aftrek komen op het rendement; in hoeverre is dit rechtmatig? Is er sprake van misleiding als de helft van de kosten niet als zodanig worden weergegeven, maar wel in mindering worden gebracht op het rendement zoals het artikel stelt? Wie betaalt daarvan uiteindelijk de rekening?

Antwoord 5
Pensioenfondsen maken in het geval van private equity bij elke investering in een fonds contractuele afspraken met de fondsmanager over welke kosten ten laste van het private equityfonds mogen worden gebracht en welke kosten het fondsmanagement zelf draagt. Ten aanzien van onder meer beheervergoedingen en management fees worden daarbij doorgaans afspraken gemaakt over de hoogte daarvan. Er zijn ook kosten waarvan de hoogte niet vooraf wordt vastgelegd, omdat de omvang van de kosten zich vooraf niet laat vaststellen. Een voorbeeld zijn auditkosten en advieskosten, die afhankelijk zijn van het aantal en type transacties dat wordt uitgevoerd. Over de manier waarop pensioenfondsen geïnformeerd worden, worden afspraken gemaakt met het betreffende private equityfonds. Daarbij kan net als bij andere beleggingscategorieën worden afgesproken dat bepaalde kosten in mindering op de winst mogen worden gebracht. In het geval private equityfondsen het vermogensbeheer verder uitbesteden, kan bijvoorbeeld worden overeengekomen dat sommige kosten die in de zogenoemde vermogensbeheerlagen worden gemaakt, niet mogen leiden tot een verhoging van de totale beheerkosten en/of direct ten laste mogen worden gebracht van het rendement.
De exacte invulling verschilt per contract en is binnen de geldende wet- en regelgeving afhankelijk van de preferenties van beide partijen. Pensioenfondsbeheerders en investeerders kunnen er voor kiezen om bij het vastleggen van de afspraken te worden bijgestaan door gespecialiseerde (juridische) deskundigen en adviseurs. Als fondsen het niet eens zijn met de contractvoorwaarden van een private equityfonds, bijvoorbeeld omdat er onvoldoende inzicht verkregen kan worden in de kosten, dan kan het fonds er voor kiezen om niet in het betreffende private equityfonds te investeren.

---

[3] Zie bijvoorbeeld Sorensen, Wang en Yang in The Society of Financial Studies (2014). https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/nwang/papers/Sorensen_Wang_Yang_RFS_2014.pdf

[4] Vanwege schaalvoordelen ligt het in de lijn der verwachting dat de beheervergoeding als percentage van het belegde vermogen afneemt met de omvang van het geïnvesteerde bedrag. Het is aan de pensioenfondsen zelf om deze bedragen uit te onderhandelen.

Het is voor het kabinet niet inzichtelijk wat de onderzochte pensioenfondsen die in het artikel worden genoemd met de betreffende private equityfondsen hebben afgesproken over de allocatie, hoogte en rapportage van de verschillende kosten en hoe dit zich verhoudt tot de daadwerkelijk in rekening gebrachte kosten. Wij kunnen daarom niet beoordelen in hoeverre de kosten rechtmatig zijn.

Vraag 2 en 3
Wat vindt u ervan dat voor pensioenfondsen niet inzichtelijk is wat de kosten zijn van hun private equity-investeringen? Deelt u de mening dat voor pensioenfondsen inzichtelijk dient te zijn welk bedrag wordt besteed aan private equityfirma's en hun managers?
In hoeverre moeten private equityhuizen inzicht bieden in de kosten die zij in rekening brengen? Vindt u dat de huidige vereiste mate van inzicht voldoende is? Bent u bereid na te denken over versterking van de informatiepositie van pensioenfondsen ten opzichte van de private equityfondsen waarin pensioenfondsen beleggen?

Antwoord 2 en 3
Er rust allereerst een verantwoordelijkheid op pensioenfondsen zelf om het aan hen toevertrouwde vermogen in het belang van de deelnemers te beleggen. Het behalen van optimale nettorendementen, met inachtneming van factoren als kosten, risicocategorieën, activaklassen, volatiliteit, geografische spreiding en beleggingsrestricties, is daarbij van groot belang.
In het geval van Nederlandse pensioenfondsen vereisen de toezichthouders dat pensioenfondsen volledig inzicht hebben in hun vermogensbeheerkosten en dat zij vermogensbeheer enkel uitbesteden aan partijen die volledig zicht verschaffen in de gemaakte vermogensbeheerkosten. In de Pensioenwet is sinds 2014 verankerd dat pensioenfondsen in het jaarverslag de kosten van pensioenbeheer, vermogensbeheer en transactiekosten moeten presenteren. De Wet Pensioencommunicatie verplicht pensioenfondsen daarnaast om deze kosten op de website te publiceren. Ook vereist DNB op basis van het Financieel Toetsingskader in de jaarstaten van pensioenfondsen een uitsplitsing naar beleggingscategorie van algemene kosten, prestatieafhankelijke vergoedingen en transactiekosten en een kostendoorkijk van de onderliggende vermogensbeheerlagen. Een deel van deze regelgeving vloeit voort uit initiatieven die de sector zelf neemt, waaronder de aanbevelingen op het gebied van kostenrapportage die de Pensioenfederatie sinds 2011 uitbrengt.
Aangezien deze regels niet met terugwerkende kracht zijn opgelegd en contracten met private equityfondsen soms een looptijd van tien tot twaalf jaar hebben, hebben pensioenfondsen op dit moment niet in alle gevallen inzicht in de kosten van investeringen in private equityfondsen (zie ook het antwoord op vraag 10). Op het moment dat deze oude contracten aflopen en eventueel worden vervangen door nieuwe contracten, zal deze duidelijkheid wel worden vereist.
Het kabinet verwacht dat de voorgenoemde regelgeving in combinatie met zelfreguleringinitiatieven zullen leiden tot een beter inzicht in de vermogensbeheerkosten. Er is op dit moment dan ook geen aanleiding om de regelgeving voor pensioenfondsen verder aan te passen.
Idealiter worden niet alleen pensioenfondsen, maar ook alle wereldwijde investeringsfondsen verplicht om volledig inzicht in kosten te bieden. De markt van private equityfondsen is echter mondiaal met internationaal

bepaalde «market practices» die zich niet gemakkelijk laten wijzigen.[5] In de praktijk blijken Nederlandse pensioenfondsen op basis van de genoemde aanbevelingen vanuit de sector en de Nederlandse regelgeving doorgaans meer informatie te vragen en te ontvangen dan internationale regelgeving en zelfregulering ten aanzien van private equity voorschrijven.
Nederlandse pensioenfondsen vervullen internationaal in die zin een voortrekkersrol. Uit onderzoek van AFM en DNB[6] blijkt dat betrokken partijen meer aandacht hebben voor kosten en kostenrapportages en dat pensioenfondsen kostenbewuster handelen. Doordat Nederlandse pensioenfondsen een steeds beter beeld van kosten weten te geven, dragen zij in internationale context bij aan een verbetering van kostentransparantie. Een voorbeeld hiervan is het onderzoek van CEM Benchmarking[7] waar het NYT artikel naar verwijst, waarin de kosten die Nederlandse pensioenfondsen rapporteren over hun private equityinvesteringen als benchmark worden genomen voor pensioenfondsen in de VS.

Vraag 7, 8 en 9
Deelt u de mening dat het buitengewoon ongewenst is dat de helft van de beheerskosten van een pensioenfonds opgaan aan private equity, terwijl private equity maar 6% van de portefeuille behelst?
Klopt het dat Zorgfonds PFZW EUR 445 miljoen aan kosten heeft betaald aan private equitybeheerders op een belegd vermogen in private equity van ongeveer EUR 9,5 miljard? Hoe beziet u deze hoge kosten in het licht van het achterblijvende rendement op private equity-investeringen?
In hoeverre vindt u het verantwoord dat Nederlands pensioengeld wordt besteed aan de extreme zelfverrijking van private equitymanagers? Welke mogelijkheden ziet u om deze gigantische kosten te beteugelen?

Antwoord 7, 8 en 9
Het beleggingsbeleid van individuele pensioenfondsen is een verantwoordelijkheid van de betreffende fondsbesturen en hierover doen wij geen uitspraken. Meer in het algemeen vinden we het primair aan de pensioenfondsen om de belangen van deelnemers centraal te stellen en bij de vaststelling van hun beleggingsbeleid een geïnformeerde afweging maken tussen rendement, risico, complexiteit en kosten van de verschillende investeringsmogelijkheden. Daarbij rust er op zichzelf geen verplichting op pensioenfondsen om de vermogensbeheerkosten te minimaliseren.
DNB ziet er samen met de AFM op toe dat dit binnen de geldende wet- en regelgeving gebeurt. Intern toezicht op de fondsbesturen is verstevigd door governance- en communicatiewetgeving. Deelnemers hebben er recht op te weten wat er met hun inleg gebeurt.

---

[5] De huidige Europese minimumvereisten voor fondsbeheerders onder de Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) bevat reeds richtlijnen die ook in Nederland zijn geïmplementeerd. De AIFMD stelt private equitybeheerders gevestigd in de EU of de Europese Economische Ruimte onder meer minimum vereisten wat betreft algemene rapportage aan beleggers (artikel 23). Buiten Europa bestaat geen geharmoniseerd regime. In de praktijk zijn de best practices voor kostenrapportage van de Institutional Limited Partners Association (ILPA) leidend. De Nederlandse pensioensector is nauw betrokken geweest bij de door ILPA opgestelde Standard Reporting lines voor private equity (zie http://ilpa.org/ilpa-private-equity-principles). Samen met de toezichthouders en de sector blijven wij ons in de relevante internationale overlegorganen inzetten voor meer kostentransparantie in relatie tot onder meer private equity. Bij de evaluatie van de AIFMD richtlijn die in 2017 is voorzien, zullen wij het nut en belang van kostentransparantie benadrukken en ons inzetten voor verdere verbeteringen. Hierbij is een kanttekening dat het uitdagend is om op internationaal niveau overeenstemming te bereiken over aanscherping van bestaande standaarden.

[6] Zie naast eerder genoemde onderzoeken van de toezichthouders, ook http://www.dnb.nl/publicatie/publicaties-dnb/nieuwsbrieven/nieuwsbrief-pensioenen/nieuwsbrief-pensioenen-mei-2014/index.jsp en www.afm.nl/~/profmedia/files/rapporten/2015/vermogensbeheer-en-transactiekosten-pensioenfondsen.ashx

[7] http://www.cembenchmarking.com/Files/Documents/CEM_article_-_The_time_has_come_for_standardized_total_cost_disclosure_for_private_equity.pdf

Vraag 10
In hoeverre speelt deze problematiek bij andere pensioenfondsen, en in hoeverre bestaat bij de andere pensioenfondsen inzicht in de kosten die private equityfondsen in rekening brengen? Zijn er reeds pensioenfondsen die hun beleggingsbeleid met betrekking tot private equity hebben aangepast wegens de hoge kosten?

Antwoord 10
Uit resultaten van de eerder genoemde studie van AFM[8] kan geconcludeerd worden dat bij Nederlandse pensioenfondsen een relatief groot deel van de totale vermogensbeheerkosten aan private equity kan worden toegeschreven en dat een significant deel van deze kosten deling van «overwinst» betreft. Een kleine steekproef van de toezichthouders[9] naar de kostenrapportage in 2014 toont aan dat nog niet alle pensioenfondsen aan de recent aangescherpte rapportageverplichting voldoen. Uit het onderzoek blijkt dat sommige fondsen nog geen volledig inzicht hebben in de kosten gemaakt in de onderliggende vermogensbeheerlagen. Een van de redenen is dat sommige oudere contracten nog niet in een volledige doorkijk van kosten voorzien.
Volgens de toezichthouders is er bij Nederlandse pensioenfondsen geen trend waarneembaar als het gaat om aanpassingen van het beleggingsbeleid met betrekking tot private equity. Wel zijn pensioenfondsen zich in toenemende mate bewust van de kosten en de rendementen die hier tegenover staan.

---

[8] www.afm.nl/~/profmedia/files/rapporten/2015/vermogensbeheer-en-transactiekosten-pensioenfondsen.ashx

[9] http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2015/mrt/vermogensbeheerkosten-pensioenfondsen en http://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-pensioenen/nieuwsbrief-pensioenen-maart-2015/dnb320421.jsp